BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Juillet 2016

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », par exemple l'indice IPCX, qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2016

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2016

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

Les conditions financières 1

Encadré 1 : Les conséquences de la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne 2

Les États-Unis 3

Les autres économies avancées 4

La Chine et les autres pays émergents 4

Les cours des produits de base 5

Résumé 6

L'économie canadienne 7

L'évolution récente 8

Encadré 2 : Les répercussions économiques à court terme des incendies en Alberta 9

Les perspectives économiques 10

Le secteur des ressources 11

Les exportations hors produits de base 12

Les dépenses des ménages 14

L'écart de production et l'inflation 15

Les risques entourant les perspectives d'inflation 17

L'économie mondiale

L'économie mondiale devrait se raffermir après la faiblesse observée au début de 2016, surtout aux États-Unis et en Chine. Le profil global de croissance continue de concorder avec celui présenté dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril, bien que la Banque ait revu ses projections légèrement à la baisse, en raison principalement des incidences macroéconomiques prévisibles du vote référendaire britannique en faveur du retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (Brexit). Dans l'ensemble, la croissance de l'économie mondiale devrait passer d'environ 3 % cette année à 3 1/2 % en 2017-2018 (**Tableau 1**). Une grande incertitude plane toutefois sur le processus du Brexit, son issue et ses vastes ramifications politiques. Cette incertitude devrait peser sur les décisions des entreprises et des ménages pendant un certain temps (**Encadré 1**).

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2015	2016	2017	2018
États-Unis	16	2,4 (2,4)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,0 (2,1)
Zone euro	12	1,6 (1,5)	1,6 (1,4)	1,2 (1,6)	1,5 (1,7)
Japon	4	0,6 (0,5)	0,5 (0,5)	0,7 (0,7)	0,8 (0,8)
Chine	17	6,9 (6,9)	6,4 (6,5)	6,4 (6,4)	6,3 (6,3)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	33	3,3 (3,4)	3,4 (3,6)	4,0 (4,2)	4,4 (4,4)
Autres pays[d]	18	1,3 (1,5)	0,9 (1,5)	2,2 (2,5)	3,1 (3,1)
Ensemble du monde	100	3,1 (3,1)	2,9 (3,0)	3,3 (3,4)	3,5 (3,6)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2014 publiées en octobre 2015 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud — ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Les conditions financières demeurent expansionnistes

Les résultats du référendum britannique ont entraîné une réévaluation marquée mais ordonnée d'un certain nombre de catégories d'actifs dans les marchés financiers mondiaux. Les mouvements vers les valeurs refuges ont joué un rôle dans les variations de taux de change, notamment l'appréciation du dollar américain et du yen par rapport à la livre sterling et à l'euro.

Les rendements des obligations d'État bien notées ont touché des creux historiques en raison de cette ruée vers les valeurs sûres et des attentes selon lesquelles les mesures des banques centrales entraîneraient un allongement de la période de politique monétaire expansionniste. Le système financier mondial est demeuré résilient : les marchés, dont ceux du financement, ont continué de fonctionner normalement, leurs mouvements se stabilisant en grande partie les jours qui ont suivi le référendum. La confiance des marchés reste toutefois fragile sous l'effet de l'incertitude persistante entourant la vigueur de l'économie mondiale.

Encadré 1

Les conséquences de la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne

Les conséquences du vote du Royaume-Uni en faveur d'un retrait de l'Union européenne (Brexit) devraient surtout se faire sentir dans cette partie du monde, et engendrer certaines retombées sur le reste de l'économie mondiale. Il existe trois principaux canaux de transmission de ce choc :

- **Conditions financières :** Le vote a immédiatement entraîné d'importantes variations du taux de change et une réévaluation marquée de plusieurs catégories d'actifs, mais le système financier mondial s'est avéré résilient. Cette résilience a limité les répercussions négatives sur l'économie mondiale transmises par la voie des canaux financiers. Les taux d'intérêt ont généralement diminué depuis le vote, ce qui s'explique en partie par des mouvements vers des valeurs refuges qu'incarnent les actifs de haute qualité, et par le fait que les marchés s'attendent à ce que la période de politique monétaire expansionniste dure davantage. Toutefois, le vote a suscité des préoccupations au sujet de l'incidence du retrait sur les modèles d'affaires des banques européennes et britanniques ainsi que d'autres institutions financières.
- **Commerce :** Le Brexit pourrait avoir des répercussions à moyen terme notables sur les échanges commerciaux et les flux d'investissements pour le Royaume-Uni et les autres pays de l'Union européenne (UE), quoique les effets à court terme pourraient être limités. On peut néanmoins s'attendre à ce que l'incertitude persiste autour du moment du retrait du Royaume-Uni et des relations commerciales que le pays aura avec l'UE, de même qu'autour d'autres questions, comme celle des migrations.
- **Confiance :** Cette incertitude durable — aggravée par la complexité des négociations et les diverses difficultés d'ordre politique — pèse déjà sur la confiance et donnera vraisemblablement lieu au report de décisions économiques importantes, notamment en ce qui concerne les investissements des entreprises. Bien que ces effets sur la confiance soient concentrés au Royaume-Uni et dans l'UE, ils sont susceptibles de gagner d'autres régions du monde, dont les États-Unis et le Canada.

Il est particulièrement ardu d'évaluer tous ces effets puisque de nombreux éléments importants ne seront compris qu'au fil du processus de retrait. La Banque estime actuellement que le niveau du PIB mondial sera réduit d'environ 0,2 % d'ici la fin de 2018. Cet effet modeste traduit la faible part du Royaume-Uni dans le PIB mondial (2,4 %) aussi bien que dans les importations mondiales (3,7 %). Cette estimation suppose également que le retrait du Royaume-Uni se déroule de façon ordonnée, et elle ne tient pas compte des conséquences plus vastes, notamment les implications politiques. La plus grande partie des retombées sur le PIB devrait donc être attribuable à la longue période d'incertitude concernant les investissements. Il faudra du temps pour établir toute la portée de ces retombées (voir la section sur les risques entourant les perspectives d'inflation à la page 17).

L'incidence sur le niveau du PIB du Canada devrait aussi être modeste, à savoir environ -0,1 %, durant la période de projection, ce qui tient, entre autres, à l'exposition commerciale directe limitée du Canada vis-à-vis du Royaume-Uni (auquel ne sont destinées que 3,5 % des exportations canadiennes). Cette estimation inclut certaines répercussions secondaires qui devraient se manifester par la voie des autres partenaires commerciaux du Canada, surtout les États-Unis, ainsi que par les canaux de la confiance et de l'activité financière. Les effets estimés sont pris en compte dans le scénario de référence de la Banque élaboré pour le Canada et contribuent à la révision à la baisse du profil des exportations canadiennes et des investissements des entreprises canadiennes.

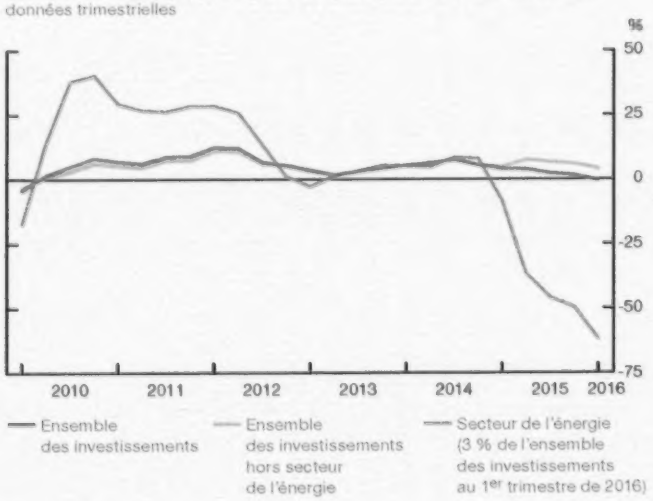
La croissance aux États-Unis montre des signes de reprise

L'activité économique aux États-Unis au début de 2016 a progressé à un rythme plus modeste qu'escompté, ce qui tient pour une bonne part à une contraction plus prononcée que prévu des investissements des entreprises dans le secteur de l'énergie (**Graphique 1**). Les investissements en matériel hors secteur de l'énergie ont également baissé de manière inattendue, compte tenu en grande partie de la faiblesse temporaire de la demande mondiale. De nouvelles données permettent toutefois de penser que la croissance va reprendre : ces trois derniers mois, les gains moyens enregistrés au chapitre de l'emploi se sont chiffrés à environ 150 000, un rythme en phase avec un taux de chômage en recul; les demandes initiales d'assurance-emploi sont passées sous les niveaux planchers touchés avant la crise; et le taux de postes vacants ainsi que la croissance du nombre d'établissements se sont inscrits en hausse (**Graphique 2**)[1].

La croissance économique aux États-Unis devrait s'établir en moyenne aux alentours de 2 % au cours de la période de projection, la vigueur du marché du travail et la politique monétaire expansionniste soutenant encore la demande intérieure privée. Les hauts niveaux de confiance des consommateurs et la bonne tenue de l'emploi devraient porter la croissance de la consommation au-delà de celle du revenu disponible. Certes, l'incertitude entourant le Brexit pourrait peser sur la confiance et assombrir les perspectives des entreprises, mais les investissements devraient tout de même se redresser au second semestre de 2016 à la faveur de la diminution de l'effet modérateur exercé à la fois par les investissements dans le secteur de l'énergie et par la vigueur du dollar américain, du maintien d'une demande intérieure solide et de l'amélioration de la croissance mondiale.

Graphique 1 : **Aux États-Unis, la faiblesse des investissements des entreprises s'est concentrée dans le secteur de l'énergie**

Taux de variation en glissement annuel des investissements des entreprises, données trimestrielles



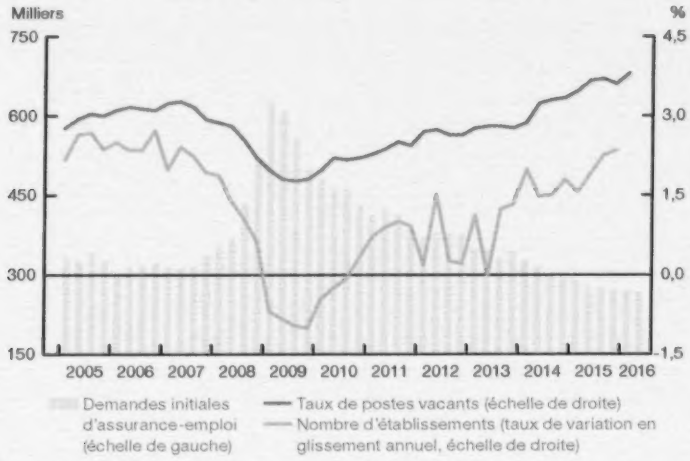
Source : Bureau d'analyse économique des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : 2016T1

1 Pour en savoir plus sur le marché du travail aux États-Unis, voir R. Fay et J. Ketcheson, *The US Labour Market: How Much Slack Remains*, note analytique du personnel, Banque du Canada (à paraître).

Graphique 2 : La création d'entreprises favorise les améliorations sur le marché du travail aux États-Unis

Données trimestrielles



Nota : Le nombre d'établissements comprend ceux créés par des entreprises nouvelles et existantes.

Sources : ministère du Travail des États-Unis et Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernières observations : 2015T4 (établissements), 2016T1 (postes vacants) et 2016T2 (assurance-emploi)

Les perspectives de croissance des autres économies avancées demeurent modestes, dans un contexte de vents contraires provenant du Brexit

La croissance dans la zone euro au-delà de 2016 a fait l'objet d'une révision à la baisse par suite des résultats du référendum au Royaume-Uni, une situation qui devrait se traduire par une diminution de la confiance, un durcissement des conditions du crédit et une réduction des échanges bilatéraux (**Encadré 1**). Au Japon, les autorités ont annoncé d'autres mesures de relance budgétaire, y compris un report de la majoration de la taxe de vente, en réaction à la faiblesse persistante de la croissance de la demande privée. La Banque centrale européenne et la Banque du Japon ont continué à mettre en place des mesures de politique monétaire non traditionnelles pour soutenir la croissance. La croissance économique dans la zone euro et au Japon devrait se situer en moyenne respectivement autour de 1 1/2 % et à moins de 1 % au cours de la période de projection. La croissance dans les deux régions continue d'être bridée par des investissements faibles et des facteurs structurels, parmi lesquels des rigidités du marché du travail.

Les pays émergents tirent la croissance mondiale, mais sont confrontés à des difficultés

La croissance économique en Chine au début de 2016 a ralenti plus fortement que prévu en avril pour s'établir à quelque 4,5 % (taux trimestriel annualisé). Ce ralentissement est surtout attribuable à la faiblesse des exportations nettes, et dans une moindre mesure, à l'effet modérateur exercé par le fléchissement des dépenses en immobilisations dans le secteur manufacturier, lequel s'explique en partie par la restructuration en cours dans les branches d'activité présentant des capacités excédentaires, comme celle de l'acier. La forte progression du crédit dans la première

partie de l'année et des mesures de relance budgétaire supplémentaires devraient toutefois soutenir la croissance au second semestre de 2016. Les investissements dans le secteur résidentiel ont été plus robustes que prévu, ce qui semble indiquer un plus grand dynamisme sous-jacent. D'après les prévisions, la croissance en Chine se stabiliserait aux alentours de 6 1/2 % au cours de la période 2016-2018, même si la hausse de la dette des entreprises aggrave les vulnérabilités financières.

Pour ce qui est des autres pays émergents importateurs de pétrole, les conditions au premier semestre de l'année dans certaines économies en difficulté (notamment le Brésil) se sont améliorées plus que prévu. La croissance dans les pays émergents importateurs de pétrole devrait se raffermir au cours de 2017-2018, au fil des progrès accomplis sur le plan des réformes structurelles, particulièrement l'élimination des obstacles réglementaires à la croissance. Ce profil de croissance devrait néanmoins être plus faible qu'en avril, surtout compte tenu des récentes hausses des prix du pétrole.

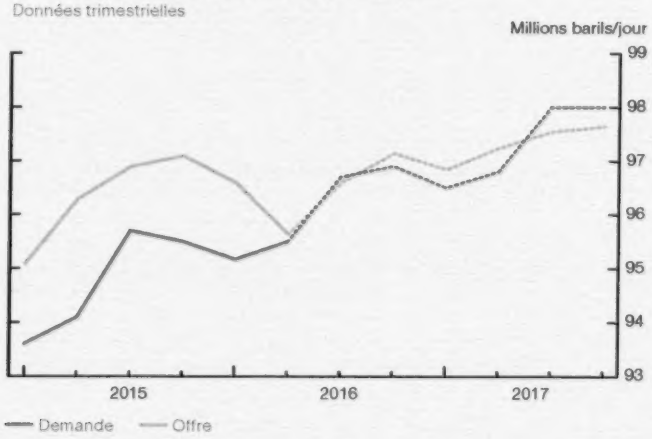
Depuis avril, la Banque a revu nettement à la baisse sa projection relative à la croissance du groupe « Autres pays ». Dans certains pays émergents exportateurs de pétrole, l'ajustement aux faibles cours pétroliers s'est avéré plus important et plus long qu'anticipé précédemment, malgré la récente hausse des prix du pétrole. Cette croissance devrait reprendre à mesure que l'ajustement dans ces économies se poursuit.

Les cours du pétrole ont augmenté

De plus en plus d'éléments probants indiquent que les ajustements nécessaires de l'offre et de la demande dans le marché pétrolier mondial progressent (**Graphique 3**). Dans ce contexte, les risques à la hausse pesant sur les cours du pétrole (risques mis en évidence dans les précédents rapports) se sont déjà partiellement matérialisés : l'hypothèse relative aux prix du baril a été revue à la hausse d'environ 10 dollars américains comparativement à celle formulée dans le *Rapport* d'avril, même si cette majoration s'explique en partie par les perturbations temporaires de l'offre. Par

Graphique 3 : Les ajustements de l'offre et la progression de la demande soutiennent une hausse des prix du pétrole

Données trimestrielles



Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2017T4

convention, la Banque postule que les cours du pétrole demeureront près de leurs niveaux moyens récents, à savoir 50, 49 et 36 dollars américains le baril pour le Brent, le West Texas Intermediate et le Western Canada Select, respectivement. Les réductions substantielles des investissements depuis 2014, conjuguées à l'augmentation de la demande, font toujours peser un risque à la hausse sur les prix tout au long de la période de projection, quoique la poursuite des mesures de réduction de coûts ainsi que les avancées technologiques limitent l'ampleur possible de la hausse.

La stabilité anticipée de l'indice des prix des produits de base non énergétiques occulte les pressions divergentes qui s'exercent sur les prix des composantes. Les prix du bois d'œuvre devraient être robustes grâce au renforcement des marchés du logement aux États-Unis et en Chine. Par contre, des pressions à la baisse pourraient se faire sentir sur les prix des métaux communs à mesure que plusieurs nouveaux projets d'extraction minière se concrétisent dans le monde.

Résumé

L'évolution projetée de la mesure de l'activité étrangère utilisée par la Banque, un indicateur de la demande d'exportations canadiennes, a fait l'objet d'une révision à la baisse pour tenir compte de la composition moins favorable de l'activité économique américaine, notamment les investissements plus faibles des entreprises. La progression de cette mesure commence à se redresser au second semestre de 2016, à la faveur de la reprise attendue des investissements des entreprises aux États-Unis.

Par convention, la Banque prend pour hypothèse que le dollar canadien se situera près du niveau moyen observé récemment, en l'occurrence 77 cents, ce qui est semblable au niveau de 76 cents postulé en avril.

L'économie canadienne

L'économie canadienne continue de s'ajuster aux bas prix des produits de base, et la redistribution de l'investissement et de l'emploi qui s'opère du secteur des ressources vers le secteur hors ressources se poursuit. À compter du second semestre de 2016, le PIB réel devrait progresser à un rythme supérieur à celui de la production potentielle, sous l'effet d'une solide croissance de la demande intérieure aux États-Unis, des dépenses du gouvernement fédéral dans l'infrastructure et d'autres mesures budgétaires (**Tableau 2**). Les perspectives d'évolution du PIB réel se trouvent aussi confortées par les conditions monétaires et financières expansionnistes ainsi que la dépréciation passée du dollar canadien.

Si les éléments fondamentaux de la projection de croissance sont semblables à ceux présentés en avril, la prévision du taux de croissance du PIB réel a été revue à la baisse. Les révisions à la baisse des profils d'investissement et d'exportation contrebalancent amplement les effets économiques positifs de la récente hausse des cours du pétrole. L'écart de production devrait se résorber un peu plus tard qu'escompté en avril, soit vers la fin de 2017. La Banque prévoit que l'inflation avoisinera 2 % en moyenne tout au long de 2017, à mesure que l'écart de production se rétrécira.

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a, b]

	2015	2016	2017	2018
Consommation	1,1 (1,1)	1,1 (1,0)	1,1 (1,2)	1,1 (1,0)
Logement	0,3 (0,3)	0,3 (0,2)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	0,4 (0,4)	0,4 (0,5)	0,6 (0,6)	0,0 (0,0)
Investissements fixes des entreprises	-1,4 (-1,2)	-0,9 (-0,8)	0,2 (0,4)	0,5 (0,5)
Total partiel : demande intérieure finale	0,4 (0,5)	0,9 (0,9)	2,0 (2,3)	1,6 (1,5)
Exportations	1,1 (1,0)	0,3 (1,1)	1,1 (0,9)	1,3 (1,2)
Importations	-0,1 (-0,1)	0,5 (0,2)	-1,1 (-1,2)	-0,8 (-0,8)
Total partiel : exportations nettes	1,0 (0,9)	0,8 (1,3)	0,0 (-0,3)	0,5 (0,4)
Stocks	-0,3 (-0,3)	-0,4 (-0,5)	0,2 (0,3)	0,0 (0,1)
PIB	1,1 (1,2)	1,3 (1,7)	2,2 (2,3)	2,1 (2,0)
Pour mémoire :				
Fourchette de la production potentielle	de 1,4 à 1,8 (de 1,4 à 1,8)	de 1,2 à 1,8 (de 1,2 à 1,8)	de 1,0 à 2,0 (de 1,0 à 2,0)	de 0,9 à 2,1 (de 0,9 à 2,1)
Revenu intérieur brut réel	-1,2 (-1,1)	0,6 (0,5)	2,9 (2,3)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,1 (1,1)	1,6 (1,4)	2,1 (1,9)	2,0 (2,1)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

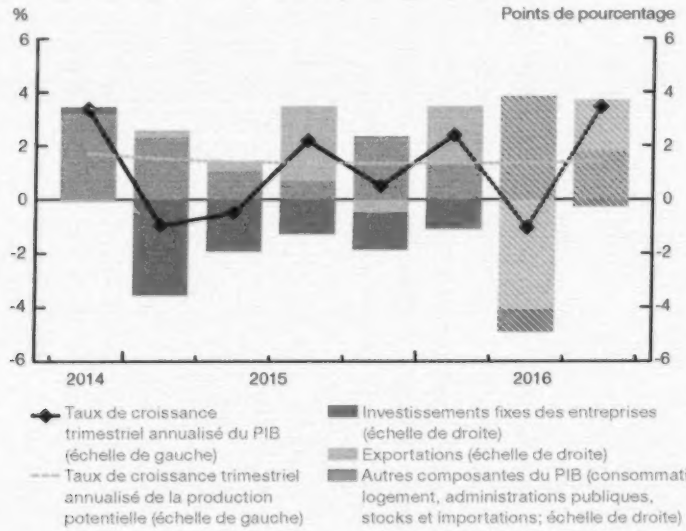
L'évolution inégale de la croissance économique trimestrielle se poursuit

Évoluant en dents de scie ces derniers trimestres, l'expansion économique a oscillé autour du taux de croissance de la production potentielle (**Graphique 4**). Cette volatilité s'explique principalement par la répartition inégale dans le temps des échanges commerciaux et des dépenses des ménages. L'activité économique s'est accrue de 2,4 % au premier trimestre de 2016 mais, d'après les estimations, elle s'est repliée de 1,0 % au deuxième. La variabilité trimestrielle est exacerbée par les effets économiques des incendies dévastateurs en Alberta, lesquels auraient retranché environ 1 point de pourcentage au taux de croissance du PIB au deuxième trimestre selon les estimations (**Encadré 2**). On s'attend à un redressement marqué au troisième trimestre grâce à la reprise de la production de pétrole et au commencement de la reconstruction dans la région de Fort McMurray. La nouvelle Allocation canadienne pour enfants, qui apporte un soutien à la consommation, et l'effet stimulant des dépenses du gouvernement dans l'infrastructure contribueront également au redressement. Aux deuxième et troisième trimestres, la croissance moyenne estimative devrait se situer aux alentours de 1 1/4 %, soit une progression plus modeste que ce qui était anticipé dans le *Rapport* d'avril (**Tableau 3**).

Les deux mesures dont se sert la Banque pour estimer la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie, soit les méthodes structurelle et statistique, font état d'une marge notable de capacités excédentaires[2]. De même, les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet été par la Banque ont déclaré que les pressions s'exerçant sur la capacité de production et la proportion des pénuries de main-d'œuvre

Graphique 4 : La croissance économique est inégale

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016T3

2 On trouvera les estimations structurelle (cadre intégré) et statistique (filtre multivarié élargi) de la marge de capacités excédentaires à Statistiques > Indicateurs > Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada dans le site Web de la Banque du Canada.

Encadré 2

Les répercussions économiques à court terme des incendies en Alberta

Les incendies dévastateurs dans la région de Fort McMurray, en Alberta, ont forcé l'évacuation générale des habitants et la fermeture temporaire de plusieurs grandes installations d'exploitation des sables bitumineux, du début mai au début juin. Il est encore difficile d'évaluer l'ampleur des conséquences de ces incendies sur les données économiques ainsi que le moment où elles se manifesteront, mais la Banque estime que le taux de croissance trimestriel annualisé du PIB réel a été réduit d'environ 1,1 point de pourcentage au deuxième trimestre (**Tableau 2-A**). Cette estimation tient compte de trois évaluations connexes. Premièrement, l'exploitation des sables bitumineux a enregistré une baisse atteignant jusqu'à 1 million de barils par jour, soit environ 40 millions de barils au total. Deuxièmement, l'activité économique de la région a fortement reculé : l'accès à la municipalité régionale de Wood Buffalo a été fermé et ses habitants ont été évacués[1]. Troisièmement, les incendies ont détruit quelque 2 400 structures, et des centaines d'autres ont été rendues inhabitables à cause des cendres toxiques.

Le PIB devrait rebondir au troisième trimestre, lorsque l'exploitation des sables bitumineux sera pleinement rétablie et que les efforts de reconstruction seront lancés.

Tableau 2-A : Estimation de l'incidence des incendies dans la région de Fort McMurray sur la croissance du PIB total
Taux de variation trimestriel annualisé

	2016T2	2016T3	2016T4
Croissance du PIB (sans tenir compte de l'incidence des incendies)	0,1	2,2	2,7
Arrêt de la production de pétrole et évacuation de la région (en points de pourcentage)	-1,1		
Reprise de la production de pétrole et des activités dans la région (en points de pourcentage)		1,1	
Reconstruction (en points de pourcentage)		0,2	0,1
Croissance du PIB réel	-1,0	3,5	2,8

Source : estimations et projections de la Banque du Canada

1 Les évaluations tiennent compte des heures supplémentaires effectuées par le personnel d'urgence ainsi que des activités connexes.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a, b]
Taux de variation en glissement annuel

	2016				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4
IPC global	1,6 (1,5)	1,6 (1,3)	1,5 (1,2)	1,8	1,3 (1,3)	1,8 (1,5)	2,1 (2,0)	2,1 (2,1)
Indice de référence (IPCX)	2,0 (1,9)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0	2,0 (2,0)	2,0 (2,1)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)
PIB réel	1,1 (1,4)	1,0 (1,7)	1,3 (1,7)	1,9	0,3 (0,5)	1,9 (2,2)	2,1 (2,1)	2,2 (2,1)
Taux de variation trimestriel annualisé	2,4 (2,8)	-1,0 (1,0)	3,5 (2,2)	2,8				

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives au prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des récents cours au comptant.

b. Par convention, la Banque publie dans ce tableau les dernières données trimestrielles historiques et les données des trois trimestres suivants, qui font l'objet d'un suivi et de prévisions, ainsi que les projections en glissement annuel au quatrième trimestre concernant la croissance du PIB réel et l'inflation à plus long terme.

demeurent faibles. Les indicateurs du marché du travail révèlent une marge persistante de ressources inutilisées. À titre d'exemple, les taux d'activité des jeunes sont proches de leurs plus bas niveaux observés depuis la récession et la croissance des salaires reste modérée, surtout dans les industries productrices de biens[3]. Abstraction faite de la faiblesse temporaire associée aux incendies en Alberta, la Banque juge que la marge de capacités excédentaires au deuxième trimestre se situait environ entre 1 et et 2 %[4].

L'inflation mesurée par l'IPC global se maintient dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Les pressions à la baisse qu'exercent les bas prix des produits énergétiques de consommation et la marge persistante de capacités excédentaires sont compensées en partie par l'impulsion passagère due à la transmission de la dépréciation passée du taux de change. La plupart des mesures de l'inflation fondamentale restent près de 2 %, mais elles seraient inférieures sans l'incidence de la transmission des variations du taux de change. Les perspectives d'inflation à court terme ont été revues à la hausse, en raison des cours du pétrole plus élevés qu'on ne le supposait.

À mesure que se poursuit le processus d'ajustement complexe, la croissance se raffermira

L'intensification de l'activité dans le secteur hors ressources s'imposera comme la tendance dominante au second semestre de 2016, à mesure que s'estompera l'effet modérateur exercé par le recul de l'investissement dans le secteur de l'énergie. L'augmentation de la demande étrangère et des dépenses publiques de même que l'incidence de la dépréciation passée du dollar canadien devraient faire monter le taux de croissance du PIB réel. Par ailleurs, les conditions monétaires et financières demeurent expansionnistes, et la courbe des rendements s'est aplatie, parallèlement à l'évolution récente des marchés financiers mondiaux.

Le PIB réel devrait progresser de 1,3 % en 2016, de 2,2 % en 2017 et de 2,1 % en 2018 (**Tableau 2** et **Tableau 3**). Cette projection de croissance du PIB a été revue à la baisse par rapport à avril. Le profil d'investissement plus modéré, qui s'explique (de manière à peu près égale) par une révision à la baisse des données historiques et par une prudence accrue face aux perspectives incertaines de la demande, a pour effet d'abaisser aussi bien la trajectoire du PIB réel que celle de la production potentielle. En outre, le profil des exportations a été revu à la baisse en raison d'une demande étrangère relativement plus faible, plombée par les conséquences, sur le commerce, du référendum au Royaume-Uni (**Encadré 1**). Ces révisions à la baisse sont partiellement compensées par les cours plus élevés du pétrole, qui entraînent une modeste remontée des termes de l'échange du Canada et une augmentation du revenu intérieur brut (RIB) réel et de la consommation.

---

3 Pour en savoir plus au sujet des pressions récentes sur les salaires, voir D. Brouillette et L. Savoie-Chabot (2016), *Un examen plus approfondi des pressions salariales au Canada*, note analytique du personnel n° 2016-6, Banque du Canada, juillet.

4 La projection se fonde sur l'hypothèse d'un écart de production de –1,7 % pour le deuxième trimestre de 2016 (–1,4 % si l'on exclut les effets des incendies), comparativement à l'écart de –1,0 % postulé en avril pour le premier trimestre. On estime que le niveau du PIB potentiel au deuxième trimestre était de 0,2 % inférieur à ce qui avait été indiqué dans le *Rapport* d'avril, en raison des révisions à la baisse des données historiques sur les investissements des entreprises et l'intensification du capital.

Les ajustements difficiles se poursuivent dans le secteur des ressources

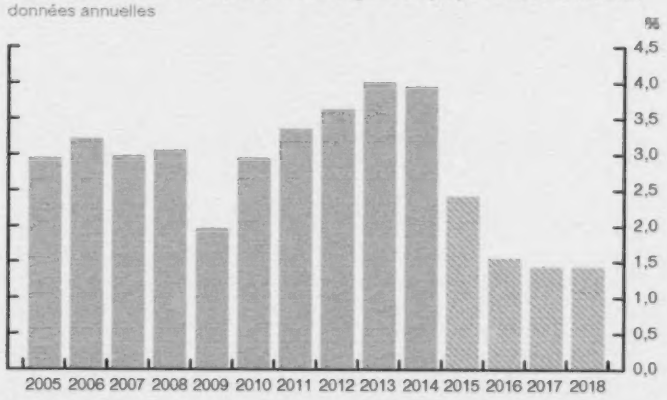
La restructuration du secteur des ressources découlant des bas prix des produits de base se poursuit. Les entreprises du secteur pétrolier et gazier ont réduit considérablement leurs investissements et leurs effectifs (**Graphique 5**). Si l'on se fie à leurs projets de dépenses en immobilisations, la contraction des dépenses d'investissement dans ce secteur devrait être pratiquement terminée d'ici la fin de l'année. Le niveau d'investissement sera alors environ 60 % moins élevé qu'en 2014. D'autres aspects de la restructuration, comme le déplacement des possibilités d'emploi d'une région à l'autre, devraient continuer pendant quelque temps.

Pour beaucoup de producteurs, les cours du pétrole restent inférieurs aux prix assurant l'atteinte du seuil de rentabilité sur l'ensemble du cycle[5]. En particulier, les cours, même s'ils ont augmenté récemment, demeurent inférieurs aux niveaux auxquels les nouveaux projets d'investissement dans les sables bitumineux sont susceptibles d'être rentables. Néanmoins, la production de sables bitumineux devrait continuer d'augmenter modestement au fur et à mesure de l'achèvement et de la mise en service des projets déjà amorcés.

On s'attend à ce que la croissance des exportations de produits de base non énergétiques demeure modérée. Les prix des métaux communs restent bas, et l'offre excédentaire ainsi que les défis sur le plan de la compétitivité continueront de freiner la production et les dépenses d'investissement dans ce secteur. Cela dit, les conditions sont plus avantageuses pour certains autres produits de base non énergétiques. En effet, les exportations de matériaux de construction devraient encore gagner en vigueur à la faveur de la poursuite de la croissance du marché du logement aux États-Unis, et la production de même que les exportations agricoles bénéficieront d'une augmentation de la demande mondiale de produits alimentaires.

Graphique 5 : La part des investissements dans le secteur de l'énergie a diminué rapidement

Investissements dans le secteur pétrolier et gazier en proportion du PIB nominal, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada

5 Les coûts des projets sur l'ensemble du cycle comprennent les charges fixes initiales associées notamment aux acquisitions de terrains, à l'ingénierie, à la construction des infrastructures et au démarrage des projets. Ces coûts s'ajoutent aux charges d'exploitation, aux frais généraux et administratifs, aux impôts et aux réinvestissements de maintien.

Les exportations hors produits de base devraient soutenir la croissance

Un aspect important de l'ajustement en cours aux prix moins élevés des produits de base tient à la succession de certains facteurs, soit un raffermissement des exportations hors produits de base qui mène à une augmentation des investissements, une création nette d'entreprises et une hausse des possibilités d'emploi. Cet enchaînement progresse, mais à un rythme inégal.

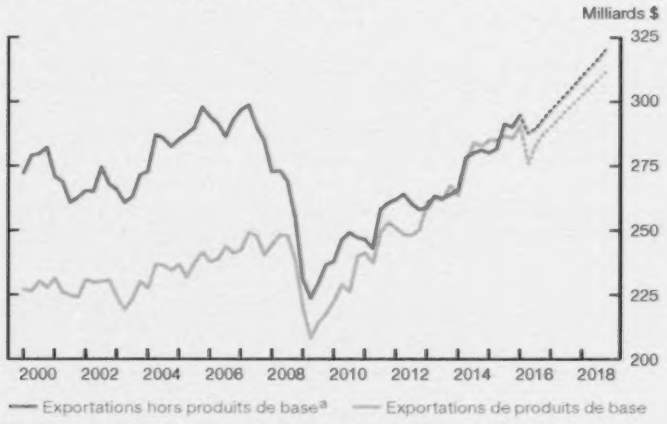
Les données mensuelles récentes sur les exportations de biens ont été décevantes. Abstraction faite de la volatilité mensuelle, la Banque prévoit que la hausse tendancielle soutenue des exportations hors produits de base observée depuis le creux de 2009 se poursuivra (**Graphique 6**). Les exportations hors produits de base devraient dépasser l'an prochain le sommet atteint avant la récession.

La vigueur de la demande étrangère et la dépréciation passée du dollar canadien continueront de stimuler les exportations hors produits de base. Le profil de ces dernières a néanmoins été revu à la baisse, compte tenu, en partie, d'un ralentissement inattendu mais temporaire de l'investissement aux États-Unis plus tôt cette année. La croissance des exportations hors produits de base devrait être légèrement plus forte en 2017-2018, mais leur niveau demeure quelque peu inférieur à la fin de cette période.

La projection de croissance des exportations hors produits de base se fonde sur les relations historiques entre ces exportations, la demande étrangère et la valeur du dollar canadien[6]. La période prolongée de croissance mondiale décevante et de faible demande d'exportations canadiennes a conduit certaines entreprises à se retirer du marché et occasionné une perte permanente de capacités[7]. Dès lors, la réaction des exportations à

Graphique 6 : Les exportations réelles ont augmenté de façon soutenue

Dollars enchaînés de 2007, données trimestrielles



a. Les exportations hors produits de base comprennent les biens et les services.

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

6 Par exemple, selon une analyse historique, une dépréciation de la monnaie favoriserait les exportations, l'impulsion temporaire dont profiterait la croissance durant la transition étant presque entièrement transmise au bout de six à huit trimestres, et donnerait lieu à une augmentation permanente de leur niveau.

7 Voir « Encadré 1 : Mesure de la capacité de production au cours d'un cycle économique », *Rapport sur la politique monétaire*, Banque du Canada, octobre 2014, p. 18-19.

l'amélioration de la demande et de la compétitivité pourrait prendre plus de temps à se produire si des investissements dans de nouvelles capacités s'avéraient nécessaires. De plus, l'ampleur des avantages de la baisse passée du dollar et le moment où ils se concrétisent varieront d'une branche d'activité à l'autre et dépendront de la position concurrentielle des autres pays.

Certaines des catégories d'exportations plus sensibles aux mouvements de change se sont redressées[8]. Les résultats du sondage sur l'indice de confiance commerciale mené au printemps 2016 par Exportation et développement Canada et ceux de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été tendent à confirmer les conséquences positives tangibles du dollar plus faible pour les exportateurs du pays. Les entreprises du secteur des services qui ont participé à l'enquête de la Banque disent s'attendre à une robuste croissance de leurs ventes, bon nombre d'entre elles bénéficiant du renforcement de la demande étrangère.

L'amélioration de la tenue des exportations devrait entraîner une hausse des investissements des entreprises, de la création nette d'entreprises et de l'embauche. Les plus récentes données sur le nombre d'entreprises font état d'une progression encourageante de 2 % (en glissement annuel) au premier trimestre de 2016, laquelle tient à la fois à une augmentation du nombre de nouvelles entreprises et à une diminution de celui des entreprises sortantes. Par ailleurs, les pressions sur la capacité de production se sont accentuées au sein d'une grande partie du secteur manufacturier, et les conditions de financement demeurent avantageuses[9]. En outre, la dépréciation passée du dollar a gonflé les marges et les flux de trésorerie libellés en dollars canadiens, ce qui permet de financer un éventuel accroissement des dépenses d'investissement.

Cette conjoncture favorable ne s'est pas encore traduite par des investissements importants, sans doute en raison de l'incertitude quant aux perspectives de la demande et de difficultés d'ordre structurel[10]. Par conséquent, la projection relative à la croissance des investissements a été revue à la baisse depuis avril, ce qui a eu une légère incidence négative sur la production potentielle. Toutefois, à mesure que progressera la demande étrangère et intérieure, les branches d'activité du secteur hors ressources devront investir pour augmenter la production. D'ici la fin de l'année, les investissements dans ce secteur devraient prédominer, entraînant ainsi une expansion de l'ensemble des investissements des entreprises, et favoriser la reconstitution des capacités et une hausse de la production potentielle. Durant la période de projection, la part qu'occupent les investissements en machines et matériel dans la production devrait commencer à remonter (**Graphique 7**).

---

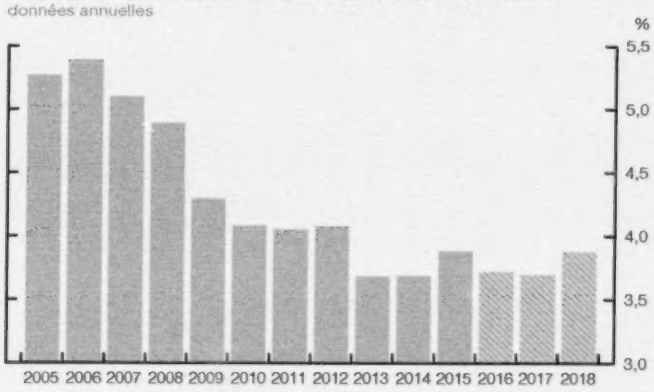
8 Mentionnons entre autres les matériaux de construction et d'emballage, les meubles et articles d'ameublement, les services de voyage, les grands véhicules automobiles (camions lourds, autobus, etc.), les produits pharmaceutiques et médicinaux, ainsi que les aéronefs, moteurs et pièces d'aéronefs.

9 La plupart des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet été par la Banque indiquent toujours qu'il est facile ou relativement facile d'obtenir du crédit. Néanmoins, les entreprises directement ou indirectement exposées au secteur de l'énergie ont encore une fois signalé un resserrement des conditions du crédit. De même, le nouveau durcissement des conditions de prêt aux entreprises s'est concentré dans le secteur pétrolier et gazier, d'après l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit.

10 Certaines industries (par exemple, la fabrication de véhicules automobiles et de produits forestiers) ont cessé leurs activités ou délocalisé leur production à l'extérieur du Canada ces dernières années en raison d'écarts sur le plan des coûts unitaires de main-d'œuvre, de contraintes d'approvisionnement futures et de facteurs structurels (tels que la demande de pièces d'automobiles plus faible dans le nord des États-Unis et au Canada, et l'adoption progressive de technologies numériques qui réduisent la demande de produits de papier).

Graphique 7 : La part des investissements en machines et matériel dans le PIB devrait commencer à remonter

Investissements en machines et matériel en proportion du PIB nominal, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Les dépenses des ménages devraient augmenter modérément

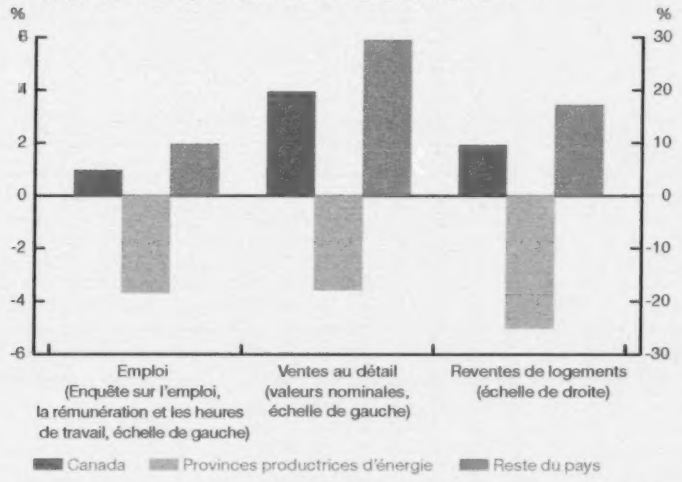
La consommation devrait progresser à un rythme modéré, du fait de la croissance soutenue de l'emploi dans le secteur hors ressources et des mesures budgétaires fédérales (notamment l'Allocation canadienne pour enfants). Une comparaison de l'emploi et des ventes au détail entre les régions fait ressortir les ajustements divergents qui s'opèrent en raison des bas prix du pétrole, les ménages des provinces productrices d'énergie réduisant fortement leurs dépenses (**Graphique 8**).

Durant la période de projection, le RIB réel devrait augmenter en phase avec le PIB réel. Les dépenses des ménages continueront d'être bridées par les effets durables de la détérioration passée des termes de l'échange du pays sur la richesse et le revenu, mais cette incidence devrait graduellement diminuer.

Sur le marché du logement, la construction neuve et l'activité de revente demeurent vigoureuses en Colombie-Britannique et en Ontario, stimulées par une forte demande, attribuable en partie à la croissance de la population et de l'emploi. Les mêmes facteurs alimentent la hausse des prix des logements dans ces régions, en particulier celles du Grand Vancouver et du Grand Toronto. Le renchérissement marqué observé depuis un an sur ces marchés soulève la possibilité que les prix soient aussi tirés par des attentes qui se renforcent elles-mêmes, ce qui les rendrait plus sensibles à un choc défavorable touchant la demande de logements. Par contre, l'activité sur le marché de l'habitation et les prix des logements dans les provinces productrices d'énergie se sont repliés; ailleurs au pays, la croissance du logement a été modeste, la plupart des marchés paraissant équilibrés. Sur la période de projection, la contribution de l'investissement résidentiel à la croissance du PIB réel devrait fléchir et les vulnérabilités du secteur des ménages, se stabiliser.

Graphique 8 : **La croissance des dépenses des ménages au Canada s'est maintenue, malgré la faiblesse observée dans les provinces productrices d'énergie**

Taux de variation depuis novembre 2014, données mensuelles



Nota : Les provinces productrices d'énergie sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : avril 2016 (emploi et ventes au détail) et mai 2016 (reventes de logements)

L'inflation avoisinera 2 % en moyenne en 2017, à mesure que l'écart de production se rétrécira

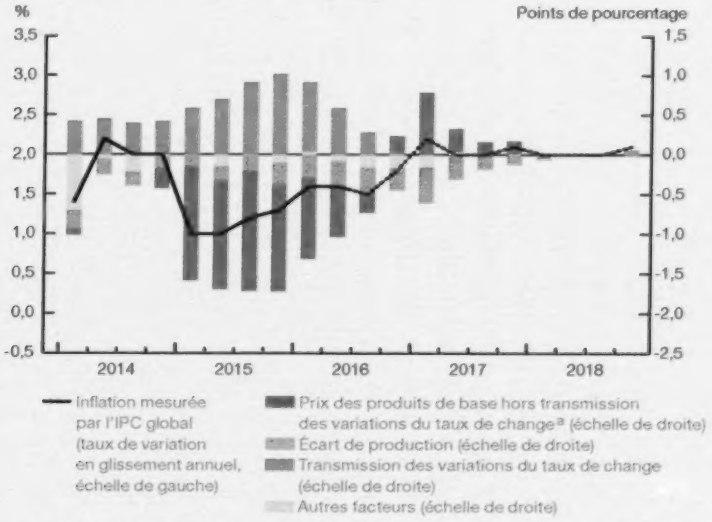
La Banque prévoit que la croissance du PIB réel dépassera celle de la production potentielle à partir du deuxième semestre de 2016 (**Tableau 2**). Elle s'attend à ce que l'écart de production se résorbe un peu plus tard qu'elle l'escomptait en avril, soit vers la fin de 2017. Le moment où se résorbera l'écart est très incertain et est influencé par les révisions à la baisse apportées à la projection relative au PIB réel et à la production potentielle. Le profil de cette dernière dépend de la projection concernant les dépenses d'investissement, et tant ce profil que cette projection sont actuellement entachés d'une incertitude inhabituelle imputable à l'ajustement structurel complexe en cours au sein de l'économie ainsi qu'à l'incidence difficile à prévoir du Brexit.

La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global reste en deçà de 2 % tout au long de 2016. De fait, les pressions désinflationnistes associées à la faiblesse des prix des produits énergétiques de consommation et à la marge de capacités excédentaires devraient compenser amplement les effets inflationnistes de la transmission des variations du taux de change (**Graphique 9**)[11]. L'incidence de ces facteurs se dissipera graduellement et l'inflation mesurée par l'IPC global devrait avoisiner 2 % en moyenne en 2017, à mesure que l'écart de production se rétrécira.

11 Pour en savoir plus sur la dynamique de l'inflation par secteur, voir L. Savoie-Chabot (2016), *Ce que révèle une analyse sectorielle des dynamiques récentes de l'inflation au Canada*, note analytique du personnel n° 2016-7, Banque du Canada, juillet.

Graphique 9 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait rester en deçà de 2 % tout au long de 2016

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %



a. Tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

La prévision à court terme au sujet de l'inflation mesurée par l'IPC global a été revue à la hausse par rapport à celle d'avril, compte tenu des prix plus élevés du pétrole et de certains facteurs temporaires, dont une modification du point de vue sur l'évolution des prix de l'essence et des changements sur le plan fiscal[12].

Les attentes d'inflation à moyen terme restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en juin font état de taux d'accroissement prévus de l'IPC global de 1,6 % pour 2016 et de 2,1 % pour 2017.

Se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime que ± 0,3 point de pourcentage est un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Une perspective complémentaire à cet égard est fournie au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, qui laisse entrevoir un élargissement des intervalles de confiance à 50 % et à 90 % autour de la projection de référence, ceux-ci passant respectivement de ± 0,3 et ± 0,6 point de pourcentage au troisième trimestre de 2016 à ± 0,6 et ± 1,5 point de pourcentage à la fin de 2018.

12 Il s'agit en l'occurrence d'une augmentation de la taxe de vente harmonisée au Nouveau-Brunswick et à Terre-Neuve-et-Labrador à compter de juillet. L'imposition d'une redevance sur le carbone en Alberta à partir de janvier prochain fait également augmenter l'inflation en 2017.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. Cependant, les incertitudes économiques et géopolitiques ont clairement augmenté dans la foulée du vote sur le Brexit. Les conséquences prévisibles de cet événement sont prises en compte dans le scénario de référence de la Banque, mais il pourrait exister des répercussions à plus vaste échelle qui sont difficiles à prévoir à ce stade précoce et qui, par conséquent, n'y sont pas intégrées.

Bon nombre des risques mentionnés dans les dernières livraisons du *Rapport* restent importants, mais deux de ceux signalés en avril — des exportations canadiennes plus vigoureuses et un ajustement plus prononcé de l'économie canadienne aux bas prix de l'énergie — sont maintenant considérés comme étant moins susceptibles de se matérialiser.

1) Atonie des investissements des entreprises

Les investissements des entreprises ont affiché une faiblesse inattendue dans un certain nombre d'économies avancées, y compris les États-Unis et le Canada[13]. La croissance en demi-teinte des dépenses des entreprises avait été perçue comme reflétant dans une large mesure l'influence de facteurs cycliques comme le ralentissement de la demande mondiale et la montée de l'incertitude[14]. Or, cette atonie pourrait aussi signaler que des forces démographiques ou d'autres facteurs structurels ont une importance plus grande qu'on ne l'avait estimé précédemment. De tels facteurs laisseraient supposer que les perspectives d'investissement des entreprises du secteur hors ressources au Canada sont moins favorables que celles qui ont été présentées dans le scénario de référence. Le plus faible dynamisme des investissements des entreprises se traduirait aussi par une moindre intensification du capital et réduirait la production potentielle, ce qui compenserait en partie l'incidence désinflationniste de la demande plus faible.

13 Voir J.-D. Guénette et autres, *The Case of Serial Disappointment*, note analytique du personnel, Banque du Canada (à paraître).

14 Pour un complément d'information sur les investissements des entreprises, voir M. Lebœuf et R. Fay (2016), *What Is Behind the Weakness in Global Investment?*, document d'analyse du personnel n° 2016-05, Banque du Canada, février.

2) Dépenses des ménages plus faibles

Les dépenses des ménages devraient s'accroître modérément durant la période de projection, mais des circonstances pourraient amener les dépenses de consommation à être moins fortes que prévu. La confiance des ménages reste dégradée dans les provinces productrices d'énergie. Par ailleurs, du fait que les ménages sont plus endettés, leurs dépenses pourraient être plus sensibles à des chocs défavorables[15]. L'évolution récente du marché du logement, notamment à Vancouver, à Toronto et leurs environs, a exacerbé les vulnérabilités présentes dans le secteur des ménages, augmentant ainsi la probabilité et la gravité potentielle d'un repli marqué de la consommation en cas de correction des prix des logements.

3) Prix du pétrole plus élevés

Le raffermissement de la demande ainsi que des contraintes d'offre pourraient contribuer à faire monter les prix du pétrole, quoique la poursuite des mesures de réduction de coûts ainsi que les avancées technologiques limiteraient l'ampleur possible de la hausse. L'accroissement de la demande d'essence a été robuste dans un bon nombre de grandes économies, notamment aux États-Unis, ce qui laisse supposer que la demande de pétrole pourrait augmenter plus rapidement que prévu. Parallèlement, la faiblesse persistante des investissements dans de nouveaux projets pétroliers depuis 2014 a considérablement réduit les perspectives de croissance de l'offre de pétrole. La production de pétrole de schiste aux États-Unis a fortement diminué, tandis que la production de pétrole classique dans les autres pays non membres de l'OPEP, y compris le Canada, est en repli[16]. La capacité de production future pourrait ne pas suffire à satisfaire la demande, ce qui exercerait des pressions à la hausse sur les prix. Des prix du pétrole supérieurs aux attentes contribueraient à l'amélioration des termes de l'échange du Canada, ce qui alimenterait la richesse et les dépenses des ménages au pays.

4) Croissance économique plus lente dans les pays émergents

Une croissance plus lente dans les pays émergents, en particulier dans ceux que d'importants encours de dettes libellés en devises rendent vulnérables et dans les pays exportateurs de produits de base soumis à des tensions budgétaires, entre autres, constitue un risque à la baisse. En Chine, la décision des autorités de privilégier la croissance à court terme contribue à accentuer les déséquilibres financiers. Une croissance moindre dans les pays émergents pourrait toucher le Canada de diverses façons, notamment en abaissant les prix des produits de base, en réduisant les exportations, et en augmentant l'incertitude et la volatilité des marchés financiers.

5) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

La révision à la baisse, dans le *Rapport* d'avril, de la projection relative à la croissance de la production potentielle aux États-Unis pourrait refléter une interprétation trop prudente des tendances concernant

---

15 Pour une analyse plus détaillée des vulnérabilités associées au niveau élevé d'endettement des ménages canadiens et aux déséquilibres dans le marché du logement au Canada, voir la livraison de juin 2016 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada.

16 Les « pays non membres de l'OPEP » sont les pays producteurs qui ne font pas partie de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.

l'évolution du marché du travail et de la productivité dans ce pays. La productivité pourrait augmenter plus que prévu aux États-Unis si la faiblesse persistante de la croissance de l'économie américaine comporte un facteur cyclique dont l'importance dépasse nos estimations. Plus précisément, la reprise en cours pourrait avoir comme effet d'accélérer le rythme des créations d'entreprises et de stimuler l'innovation technologique. Par ailleurs, la vigueur du marché du travail et la création d'entreprises pourraient ramener un nombre plus important que prévu de travailleurs découragés au sein de la population active. Chacun de ces changements ferait monter le taux de croissance potentiel de l'économie américaine et dynamiserait la croissance du PIB réel. Une plus forte expansion aux États-Unis pourrait avoir des retombées positives pour le Canada, du fait de la hausse de la demande d'exportations canadiennes et du regain de confiance à l'échelle mondiale qu'elle induirait.